

米 12 月 FOMC「QE の拡充」見送り

米 FRB「QE 限界論」、残るフォワードガイダンス強化

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2020/12/2

新型コロナ猛威による一部州の経済制限や追加経済対策の遅延に米景気回復鈍化が懸念されるが、1) 米 FRB 無制限 QE「限界論」、2) ワクチン開発・普及による経済「正常化」期待、3) 米ダウ平均初の 3 万ドル突破など資産バブル、4) 力強い中国経済など世界経済底入れ一等に米 FRB は 12 月 FOMC (15-16 日) で QE (量的緩和) 拡充の追加緩和を見送りフォワードガイダンス強化のみの対応に留まりそうだ。

米ダウ平均 3 万ドル突破で資産バブル懸念

弊社の在 NY 金融筋によれば、追加経済対策の遅延や新型コロナ猛威による一部州の経済制限に米景気回復鈍化が懸念されるが、1) 米 FRB 無制限 QE「限界論」、2) ワクチン開発・普及による経済「正常化」期待、3) 米ダウ平均初の 3 万ドル突破など資産バブル、4) 力強い中国経済など世界経済底入れ一等に米 FRB は 12 月 FOMC (15-16 日) で QE (量的緩和) 拡充の追加緩和を見送りフォワードガイダンス強化のみの対応に留まるとされる。

事実、米 FRB は遅延する追加経済対策の繋ぎ策として資産購入額の増額をもって緩和姿勢をアピールしているが、「足元の資産購入ペースは既に量的緩和第 1-3 弾 (08-14 年) を凌駕する前人未踏の域に達し、すでにフル稼働状態であり臨界点に差し掛かっている」(在 NY 金融筋) とされる。

さらに、ここに来て、英米で新型コロナウイルスのワクチンの実用化が迫り、英 FT 紙 (11 月 28 日) 電子版は「英政府は米製薬大手ファイザーが開発する新型コロナ用ワクチンを英医薬品・医療製品規制庁が数日中に緊急承認、早ければ 12 月 7 日にも介護施設の入居者や職員、医療従事者、高齢者等に優先的に接種、米国では 12 月 11 日にも同ワクチンの接種が始まる見通し」と報じた。

一方、大統領選前の株価急伸をセーブし、トランプ当選への協力を間接的に拒否していたパウエル FRB 議長が 11 月 5 日 FOMC 後の会見で、6 月以降休止していた量的緩和 (QE) 再開を示唆し、「ハイテク株買い VS バリューストック売り」、「米長期債・貴金属買い VS 原油・新興国通貨売り」ポジションの反対売りに牽引されダウ平均は初の 3 万ドルを突破した。

BoA によれば、11 月 25 日までの 3 週間で世界の株式ファンドに過去最大 890 億ドル (約 9.2 兆円) の資金が流入、すでに資産バブル化が憂慮されている。米国株に連れて日経平均も 10 月末から 11 月 30 日の前引けまでに 3689 円 (16.1%) 上昇、月間上

げ幅としてはドイツ再統一の 90 年 10 月 (4210 円、上昇率 20.0%) に次ぐ歴史的な大相場となった。

米大統領選を終え不確実性を嫌うリスク資産市場の株式市場だけに大統領選の濃霧が晴れワクチン普及期待と相まって世界経済の底入れと世界的な株高をもたらしたのだ。

さらに、30 日に発表された中国 11 月製造業 PMI (購買担当者景気指数) が景況感項目「50」を 9 ヶ月連続で上回りかつ市場予想を上回る上昇を示し、改めて中国回復が世界経済底入れを促し米景気回復力の持続性を担保すると景気「楽観論」が浮上しつつある。

力強い中国景気回復は、李克強首相が 11 月 24 日に今回で 5 回目の世界銀行や国際通貨基金 (IMF) 等 6 つの国際機関トップとの世界経済や中国経済を巡る座談会でも明言された。

会議後の会見で李首相は「中国は 2020 年にプラス成長を実現できる」と言明、「21 年は合理的な経済状況に戻る」と景気回復による経済「正常化」見通しを示した。

同首相は、今年初めに新型コロナウイルスが経済を直撃した際に、財政拡大や金融緩和で対応してきたと説明、都市部の新規雇用が 1-10 月累計で 1000 万人を突破し「我々の政策は速やかに効果を現した」と自負した。

なお、同会議は李首相が主催し世銀のマルパス総裁や IMF ゲオルギエバ専務理事の他、国際労働機関 (ILO)、世界貿易機関 (WTO)、経済協力開発機構 (OECD)、金融安定理事会 (FSB) から夫々トップが参加した。

かつて、追加財政政策について問われたパウエル議長は、「財政支援 (追加失業給付) の失効がラグを伴って失業者の住宅立ち退きや差し押さえなど経済に悪影響を及ぼすリスク」に言及し、追加財政発動までの中継ぎ策として追加緩和を示唆していた。

だが、米ダウ平均の史上初の 3 万ドル突破や 21 年 1-3 月期の米 GDP 成長率マイナス回避と相まって米 FRB は「QE 限界論」に 12 月 FOMC (15-16 日) で QE 拡充等の追加緩和を見送り、フォワードガイダンス強化のみの対応に留まりそうだ。

「3 つのリスク」に備えた FRB の追加緩和示唆

一方、米経済は 7-9 月期に年率前期比+33% の大幅プラス成長と「V 字回復」が実現したものの、FRB が QE 拡充を視野に入れるのは、1) 新型コロナ感染再拡大による米景気回復鈍化、2) トランプ政権のレームダック化に伴う追加経済対策の年明け 1 月

末への遅延、3) 民主党政権による財政大判振る舞いによる米 10 年債利回り上昇リスク等主に「3つのリスク」への備えとされた。

米国では 1 日あたり新規感染者数が 20 万人を突破、飲食店の夜間営業などが再び制限され、接客業中心に再雇用が大幅に遅れ、長期失業の懸念が増大し、FRB は議事要旨で「景気見通しは不確実性がある」と警戒を強めた。

さらに、米追加経済対策が大統領選の「政争の具」とされ与野党協議が進まないまま民主党バイデン前副大統領の勝利を受け次期大統領の政権移行チームが動きつつあり、もはやトランプ政権での追加対策の成立は困難視され、バイデン新政権による年明け 1 月末へ遅延する可能性が高い。

また、11 月の大統領選・連邦議会選で「ねじれ議会」継続によりバイデン増税に共和党が反対、財政悪化に歯止めが掛からず、しかも 1 月ジョージア選挙次第で可能性は低い「トリプルブルー」となれば民主党の「大きな政府」回帰による財政大判振る舞いに長期金利の上昇が懸念される。

実際、米 FRB が 11 月 25 日に公表した米 FOMC 議事要旨（11 月 4-5 日開催）によれば、正副議長ら会合参加者が量的緩和の見直しを集中議論、「多くの会合参加者が、早期に資産購入の指針を強化した方がいいと判断した」と表明、FRB はコロナ危機の発生以降、資産購入の目的を「円滑な市場機能の維持」としている。

さらに、議事要旨による「指針の強化」として、資産購入を明確に金融緩和の手段と位置づけて、購入量を増やすと示唆、実際、議事要旨で量的緩和の拡充の手法は、「資産の購入ペースの増額か、購入国債の年限長期化」の 2 つを挙げた。

しかし、すでに FRB が備えた 3 つのリスクが後退し、3 月に量的緩和を復活、現在米国債を月 800 億ドル（約 8.4 兆円）、住宅ローン担保証券（MBS）

同 400 億ドルのペースで購入する FRB「QE 限界論」のもと追加緩和「不要論」が台頭している。

「従来、米 FRB に課せられた黄金律は『雇用確保と物価安定』だったが、8 月に『最大雇用の確保』を優先すべく、30 余年ぶりに米 FRB は『予防的利上げ』原則を破棄する金融政策の大転換を果たした」

（米 WSJ 紙 8 月 28 日電子版『Fed's Elevation of Employment Goal Reflects a Changed World (FRB 雇用目標見直しが映す世界変革)』）

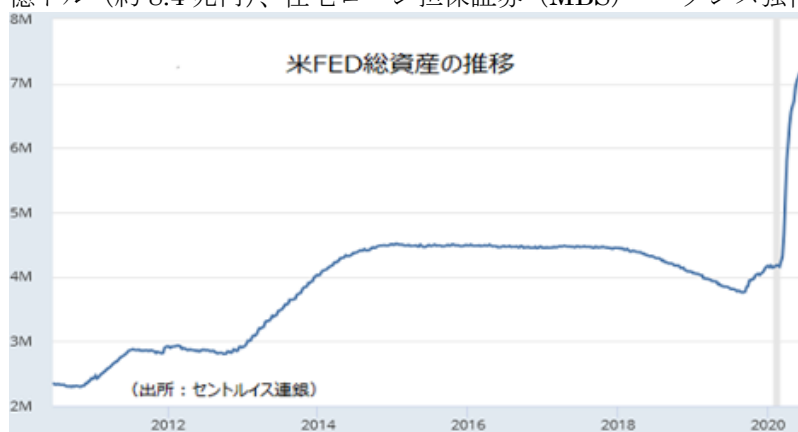
つまり、コロナ危機に米財政史上最大の総額 3 兆ドル超の景気刺激策の効果もさることながら、すでに世界不況回避と米 7-9 月「V 字回復」実現で FRB の 30 余年振り金融政策「大転換」の目的は達成され、これ以上の追加緩和はむしろ副作用を併発させるリスクがあるというのだ。

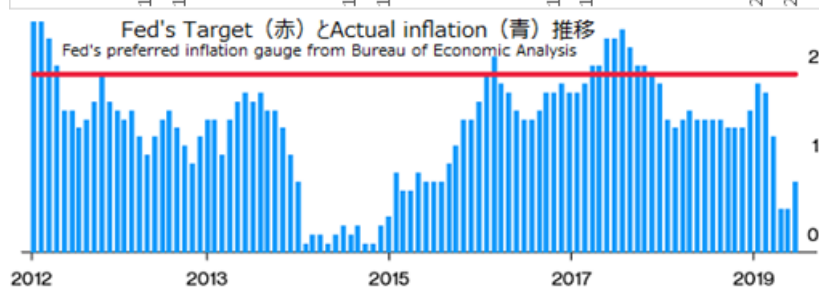
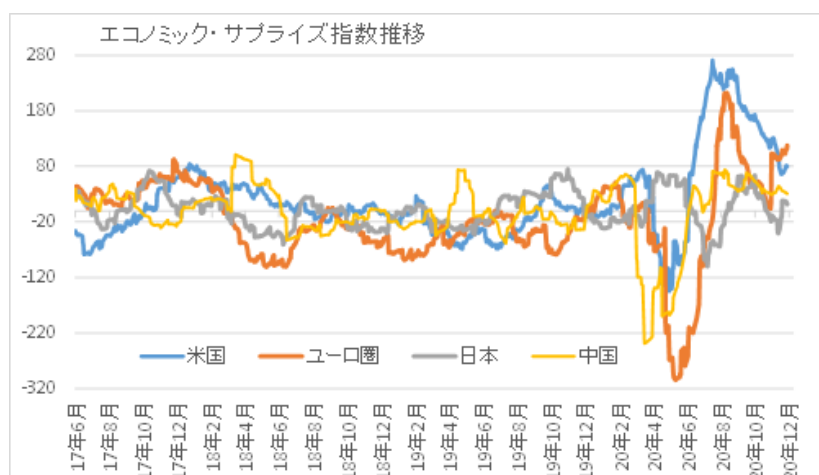
事実、米 FRB は無制限 QE（量的緩和）により 30 余年振り「予防的利上げ」原則を破棄する金融政策「大転換」に踏み切り、米 7-9 月期実質 GDP 成長率 33%「V 字回復」実現の濫觴となったことは言うまでもない。

8 月 FOMC 声明文の文言自体の変更は、政策金利の変更基準を従来の「最大雇用からの乖離（deviation）が生じた時」から「最大雇用の未達（shortfall）が生じた時」へのたった一語のみだが、「この『最大雇用の未達（shortfall）』という言葉が、極めて重大かつ重要な意味を持つ」（在 NY 金融筋）。

つまり、「乖離」ならば最大雇用水準の上下の振れを意味するが、「未達」は同水準から下振れが生じた時だけとなるからだ。これは、ある時点の雇用が「最大雇用」を上回り景気が過熱してインフレが起こった時でも「利上げせず」にやり過ごす局面が到来する可能性を明示している。

すでに、米 FRB の未曾有の大緩和は「臨界点」に差し掛かり、ゼロ金利の長期化とフォワードガイダンス強化しか残されていないようだ。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。